东方财富（300059）深度研究报告

个人财富管理的长期践行者——系列报告之一

推荐（首次）

目标价：31.08 元

当前价：28.67 元

- **从财经门户到一站式理财平台，东方财富踏准时代节拍，一路外延扩张，谱写财富管理新蓝图。**从成立到现在，公司始终坚持以客户为核心，稳步打造以互联网平台为基础，覆盖财经资讯、交流社区、基金超市、证券投资、保险经纪等各项业务，每一次扩张，均能体现公司对于长期战略的洞察和坚持。参考成熟市场发展历程，随着市场逐步扩容，指数型基金规模或有望快速增长，公司以东财基金为平台，在基金代销、证券经纪信用业务基础之外，再造增长极。
- **在证券理财行业高度同质化的背景下，东方财富依靠科技赋能，将互联网和证券业务有机结合，造就独特护城河。**公司科技投入占比一直维持较高水平，2019 年研发投入金额达 3.05 亿元，同比增长 22%，技术人员占比达 38%。天天基金网导流能力极强，截至 2020 年 6 月，PC 端覆盖人数达 6357 万，过去一年月均覆盖人数超过 6000 万，高于同类型网站。公司关注个人投资者，以价平质优的服务吸引大量长尾客户，书写二级市场增长篇章，股票成交额市占率从 2015 年的 0.28%提高到 2019 年的 2.85%，两融余额占比从 2014 年的 0.08%提高到 2019 年的 1.56%。2019 年天天基金网代销基金规模为 6589 亿元（同比增长 25%）。大量技术投入带来的是成本下降和让利客户的空间，以达量价双赢，带动 ROE 稳健增长，东财证券 ROE 于 18-19 年连续居行业第一。
- **资本市场深化改革的时代背景下，居民理财需求迁移权益市场，互联网一代成为新增投资者的主力，产品矩阵赋能投顾业务，公司长期成长的巨大空间已被打开。**短期来看，公司直接受惠于市场风险偏好回暖、交投活跃度提升、和基金发行量大幅提高。证券和代销业务线上操作程度极高，投资者足不出户即可下单购买股票和申购基金；国内复工复产进度较早，经济逐步回暖，外资持续涌入，带动 A 股股票成交额和两融余额大幅提高，有助修复行业基本面。**长期来看，资本市场深改的持续红利和从流量端到产品端的赋能或将强化公司核心竞争力，有望打造独特的财富管理平台。**《证券法》修订给直接融资市场注入长期活力；基金投顾试点业务逐渐推展客户财富管理路径；互联网基础建设日趋完善，公司通过社交平台获客能力强，对新信息传播媒介的渠道下沉能力极深。利率中枢下移使传统银行理财产品收益率下降、叠加 P2P、互联网金融产品等非标投资品风险加剧，国内居民配置股票基金的需求和意愿有望持续增加。依托产品矩阵赋能投顾，公司提供的丰富财富管理工具箱将满足不同客需。
- **投资建议：**作为专注个人财富管理的精品券商，公司实现业绩长期高速增长或需一场健康漫长的牛市作为核心催化来不断推演以上逻辑。基于以上分析和假设，我们给予公司 2020/21/22 年 EPS 预期为 0.44/0.57/0.73 元，BPS 分别为 3.02/3.51/4.14 元，当前股价对应 PE 分别为 64.58/50.42/39.48 倍，ROE 分别为 14.71%/16.19%/17.52%。**随着我国居民投资理财需求持续增加，公司有望强化各平台之间的协同效应，利用科技赋能，以平价优质的一站式服务持续扩大市占率，同时从“通道型”平台积极转向以 AUM 驱动的“主动型”财富管理平台，未来可期。**结合理财行业基本面情况和公司业务历史高成长所带来的高估值，以及未来多项业务上潜在的成长性，我们给予 2020 年业绩 70 倍 PE 估值（未来系列报告中，我们将对公司业务的成长性如何消化估值进行更深入的探讨），目标价 31.08 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**资本市场创新不及预期；央行收紧流动性；国内及全球疫情反复、加重；实体经济复苏不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	4,231.68	7,228.72	8,914.63	10,970.03
同比增速(%)	35%	71%	23%	23%
归母净利润(百万)	1,831.29	3,578.73	4,583.98	5,854.34
同比增速(%)	91%	95%	28%	28%
每股盈利(元)	0.28	0.44	0.57	0.73
市盈率(倍)	103.28	64.58	50.42	39.48
市净率(倍)	9.08	9.50	8.16	6.92

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 08 月 06 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：徐康
电话：021-20572556
邮箱：xukang@hcyjs.com
执业编号：S0360518060005

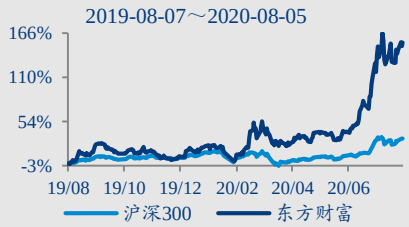
证券分析师：张径炜
电话：0755-82756802
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com
执业编号：S0360520060002

证券分析师：洪锦屏
电话：0755-82755952
邮箱：hongjinping@hcyjs.com
执业编号：S0360516110002

公司基本数据

总股本(万股)	806,096
已上市流通股(万股)	654,734
总市值(亿元)	2,230.47
流通市值(亿元)	1,811.65
资产负债率(%)	69.5
每股净资产(元)	2.9
12 个月内最高/最低价	29.63/10.74

市场表现对比图(近 12 个月)



VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

投资主题

报告亮点

本篇报告尝试从东方财富的发展历程和业务结构变化来找出公司的商业逻辑以及核心竞争力，再从自上而下的角度来看待公司未来的成长空间几何。

本文先以时间为序列，描述东方财富主营业务随战略重定位的过程：从开始以财经平台沉淀大量个人投资者；到拿下基金代销牌照，积极转型拓宽业务边界；再到通过定增收购西藏同信证券，以互联网逻辑打造价平质优的精品券商业务；之后成立公募基金和保险经纪业务，建立居民理财一站式平台，每一步跨越都是公司战略上的升级迭代。

接下来聚焦东方财富如何通过自身科技赋能，打造业务核心竞争力与业务护城河，公司始终聚焦个人客户需求，以“用户思维”及“互联网”思维重新定义业务，重点投入科技平台建设，提升用户体验和增加客户粘性；坚持平价策略，吸引大量长尾客户，持续扩大市场占有率。

第三部分分别从短期和长期逻辑来看公司的成长空间，拆解未来盈利能力。短期公司受益于当前景气市场所带来的交投活跃，长期成长空间则是公司识别长期资本市场深化改革带来的红利对财富管理行业带来的巨大机会。

投资逻辑

东方财富不同于传统券商的投资逻辑，我们认为应以公司未来的成长性作为依据来评估公司的投资价值，而支撑公司长期业务增长及 ROE 提升的关键在于：

（1）中长期资金持续入市，提振市场的活跃度；

（2）居民财富持续增长，对理财投资的需求日益增加；

（3）公司互联网引流战略结合低费率，打开市占率提升的瓶颈；

（4）丰富的理财产品工具箱赋能投顾，财富管理业务成为公司增长新极。

综合以上因素，公司利用低费率叠加引流渠道下沉，业务市占率有望持续提升，科技+金融打造一站式财富管理平台专注服务个人客户，商业逻辑明确、核心护城河显著，是市场难得的特色互联网券商，未来成长性极高。

关键假设、估值与盈利预测

本篇报告的关键假设为

（1）市场日均股票成交额持续上升，市场形成长牛，2020/2021/2022 年数据提升至 8500/9000/10000 亿元；新增投资者数量显著的同时，公司凭借互联网等多渠道下沉，有效提高获客能力，经纪业务市占率增加至 3.20%/3.6%/4.0%、综合费率保持在万 2；

（2）市场两融余额规模达到 1.35 万亿/1.5 万亿/1.65 万亿元，公司 2020/2021/2022 年两融市占率提高至 2.0%/2.2%/2.5%；

（3）居民投资基金意愿持续增加，2020-2022 年天天基金网代销基金收入规模或能达到 22.50 亿/30 亿/37.51 亿元，同比增幅 82%/33%/25%；

（4）东财基金指数型产品随市场成长而高速增长，2020-2022 年 AUM 分别为 100 亿/200 亿/400 亿元。

（5）互联网券商边际成本较低，营业总成本占比持续下降，2020 年至 2022 年营业总成本/营业总收入为比例 49%/47%/44%，持续提升盈利能力。

基于上述分析，我们给予东方财富 2020/2021/2022 年 EPS 预期为 0.44/0.57/0.73 元，BPS 分别为 3.02/3.51/4.14 元，当前股价对应 PE 分别为 64.58/50.42/39.48 倍，ROE 分别为 14.71%/16.19%/17.52%。

目 录

一、把握机会节点，一路外延扩张：.....6
（一）财经门户时代，沉淀大量客户.....6
（二）拿下基金代销，积极拓展业务边界.....7
（三）获取券商牌照，打造新增长极.....9
（四）补齐公募、保险经纪，一站式平台成型.....11
二、结合自身禀赋，深度挖掘牌照价值-东方财富的核心竞争力分析.....12
（一）从成立伊始，东方财富始终坚持对个人客户服务为核心.....12
（二）注重技术积累，持续研发投入.....13
（三）持续走平价策略，持续扩张市场份额.....14
1、量价双赢：东方财富股基成交额市占率连续提升，净佣金收入水平持续增长.....14
2、市场两融规模维持稳定，东财市占率持续扩张.....16
（四）精准把握机遇，坚决推进战略执行.....17
三、行业变革中带来的长期投资机会.....17
（一）短期逻辑：疫情对于资本市场的影响有限.....18
（二）中长期逻辑：资本市场深改和居民理财需求打开财富管理业务的空间.....19
1、资本市场改革带来的持续红利.....19
2、从流量时代到产品矩阵时代.....19
（三）业绩预测逻辑：市场健康持续发展对公司成长空间影响几何？.....21
四、投资建议.....23
五、风险提示.....23

图表目录

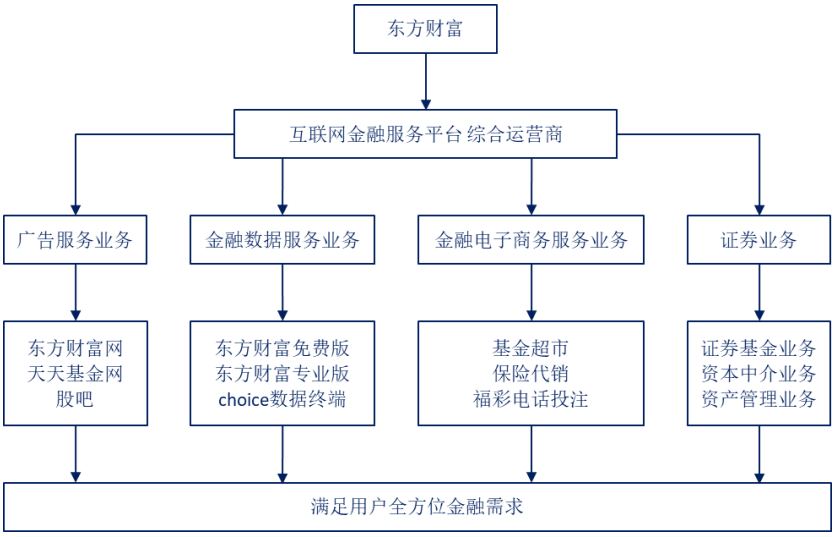
图表 1 东方财富主要业务 6
图表 2 主要财经资讯类互联网门户 2020 年 6 月 PC 端月度覆盖人数 6
图表 3 东方财富网近一年 PC 端月均覆盖人数 7
图表 4 近年主要财经移动 APP 活跃用户数-半年度均值（万人） 7
图表 5 东方财富传统业务收入变化 8
图表 6 东方财富金融电子商务服务收入变化（基金代销为主） 8
图表 7 东财第三方基金销售额及测算代销费率 9
图表 8 东财第三方基金笔数及笔均销售额 9
图表 9 2019 年末天天基金网上线基金已达 7861 个 9
图表 10 东方财富证券业务收入变化 10
图表 11 证券行业 2011-2019 年收入结构（单位：亿元） 10
图表 12 东方财富证券 2015-2019 年营业收入结构（单位：亿元） 11
图表 13 2001-2019 年美国 ETF 资产规模复合增长率达 23% 11
图表 14 东财基金 AUM 情况一览 12
图表 15 东方财富上市以来营收结构变化（%） 12
图表 16 股吧截图 13
图表 17 2010-19 年东方财富公司员工按专业构成分类 13
图表 18 2019 年公司员工结构 13
图表 19 2010-2019 东方财富研发人员和投入金额 14
图表 20 2010-19 东方财富研发人员占比和研发投入占总营收占比 14
图表 21 2015-2019 东方财富证券行业排名情况 14
图表 22 证券行业经纪业务佣金率持续下行 15
图表 23 东方财富证券佣金率持续下行 15
图表 24 2019 年经纪业务净收入同比增幅 58% 15
图表 25 2011 至 2019 年东方财富经纪业务净佣金市场份额变化 16
图表 26 近十年两融余额总体规模变化 16
图表 27 东方财富两融交易余额市占率 16
图表 28 东方财富证券融资类利息收入及市占率 17
图表 29 东方财富证券两融利息收入及市占率 17
图表 30 东方财富直接融资情况一览 17
图表 31 A 股新增投资者数量 6 月环比上涨 27.6% 18
图表 32 沪深两市日均股票成交额 6 月环比上涨 16.2% 18
图表 33 截至 2020 年 7 月 28 日，新发基金份额达 14086 亿份 18

图表 34 本轮资本市场改革重点政策一览 19
图表 35 中国网民规模和互联网普及率 20
图表 36 中国手机网民规模及及其占网民比例 20
图表 37 中国个人可投资资产规模 20
图表 38 城镇居民家庭资产配置情况 20
图表 39 东方财富产品矩阵一览 21
图表 40 公司经纪业务收入主要假设 21
图表 41 公司两融业务收入主要假设 21
图表 42 公司代销基金业务收入主要假设 22
图表 43 公司公募基金业务收入主要假设 22
图表 44 2000 年至今美股日均成交额呈上升趋势 22
图表 45 先锋领航资管规模持续提升 22
图表 46 公司营业总成本主要假设 22

一、把握机会节点，一路外延扩张：

成立十六年，上市十年，东方财富的业务模式复合扩张。从前期基于财经门户的金融信息服务，到牌照赋能之后的金融电子商务、证券业务，公司始终围绕着以客户为核心的互联网金融服务综合平台的发展目标。回溯东方财富的发展历史，公司业务扩张的每一步均能看到对于长期战略的洞察与坚持。用户触角方面，东方财富目前拥有的主力产品包括“东方财富网”、“天天基金网”、“股吧”及对应移动客户端。服务工具方面，东方财富拥有东方财富证券、天天基金网（代销）、东财基金、choice 数据、众心保险经纪等多个金融牌照平台，并通过 PC 端及移动端应用等为客户提供证券、基金、金融数据、保险服务。

图表 1 东方财富主要业务

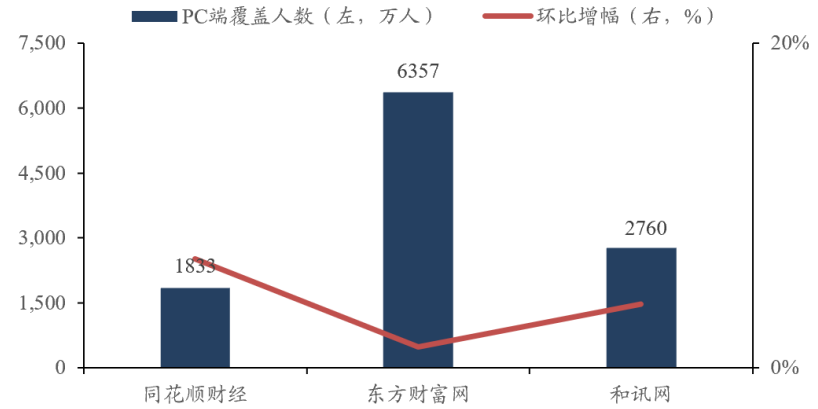


资料来源：公司公告，华创证券

（一）财经门户时代，沉淀大量客户

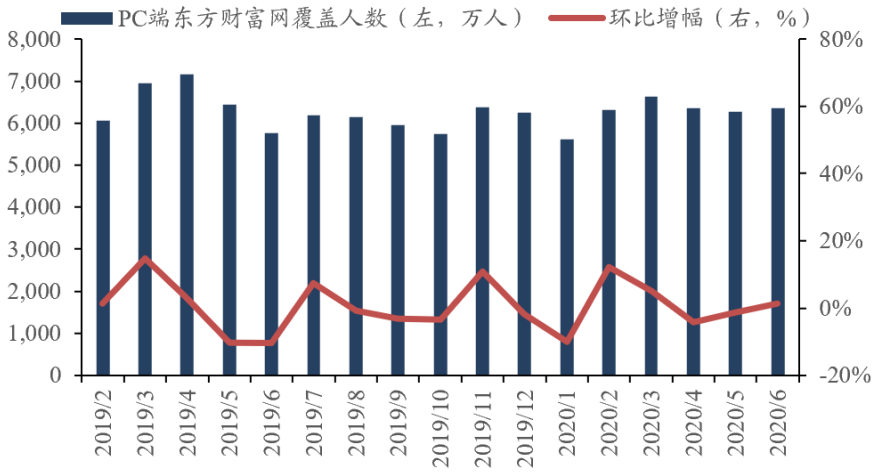
2000 年后，中国互联网迎来大发展的黄金时代，东方财富网以清晰的垂直财经门户定位在激烈竞争中占得先机，从用户覆盖、活跃度等指标来看，公司在同类网站中仍然持续保有较强的竞争优势。根据艾瑞咨询的统计数据，东方财富网 2020 年 6 月 PC 端财经资讯服务月均覆盖人数达到 6357 万人，高于同类门户，近一年月均覆盖人数 6184 万人，持续保持稳定。

图表 2 主要财经资讯类互联网门户 2020 年 6 月 PC 端月度覆盖人数



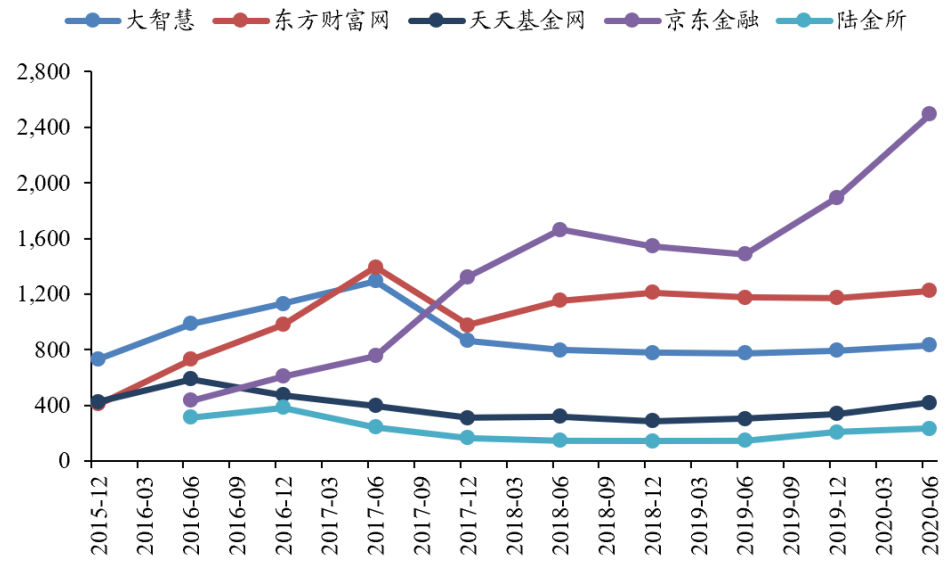
资料来源：艾瑞咨询，华创证券

图表 3 东方财富网近一年 PC 端月均覆盖人数



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

图表 4 近年主要财经移动 APP 活跃用户数-半年度均值（万人）

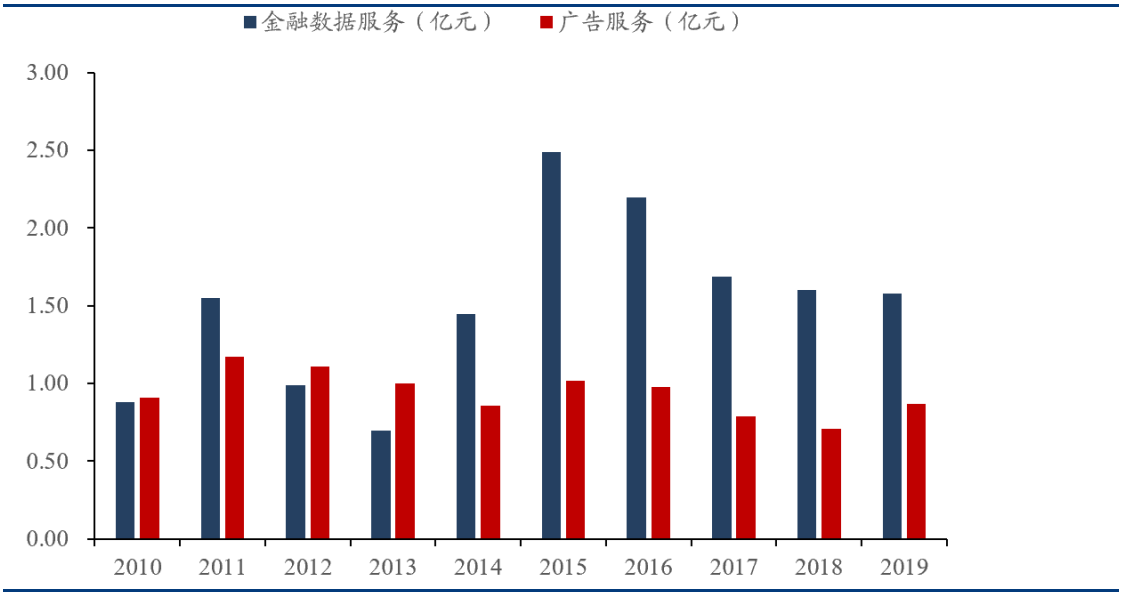


资料来源：wind，华创证券

（二）拿下基金代销，积极拓展业务边界

2012 年，受国内经济增速下滑、资本市场持续低迷的影响，财经信息资讯服务需求明显下滑，东方财富收入中贡献占比最高的广告业务及金融数据服务都受到了冲击，导致全年主营业务收入水平明显萎缩，全年创收 2.23 亿元，较上年同期下降 20.55%；归属于上市公司股东的净利润 0.38 亿元，较上年同期下降 64.72%。而后，随着互联网对于流量及用户时间的竞争日趋白热化，传统业务再难担当公司长期增长的发动机。广告收入增长进入平台期；金融数据服务随市场晴雨起落，但量级上未能有大的突破。**东方财富在这一趋势应对中积极寻求外延式扩张的机会，在基金销售及金融数据机构服务方面均进行了实质性的探索。**

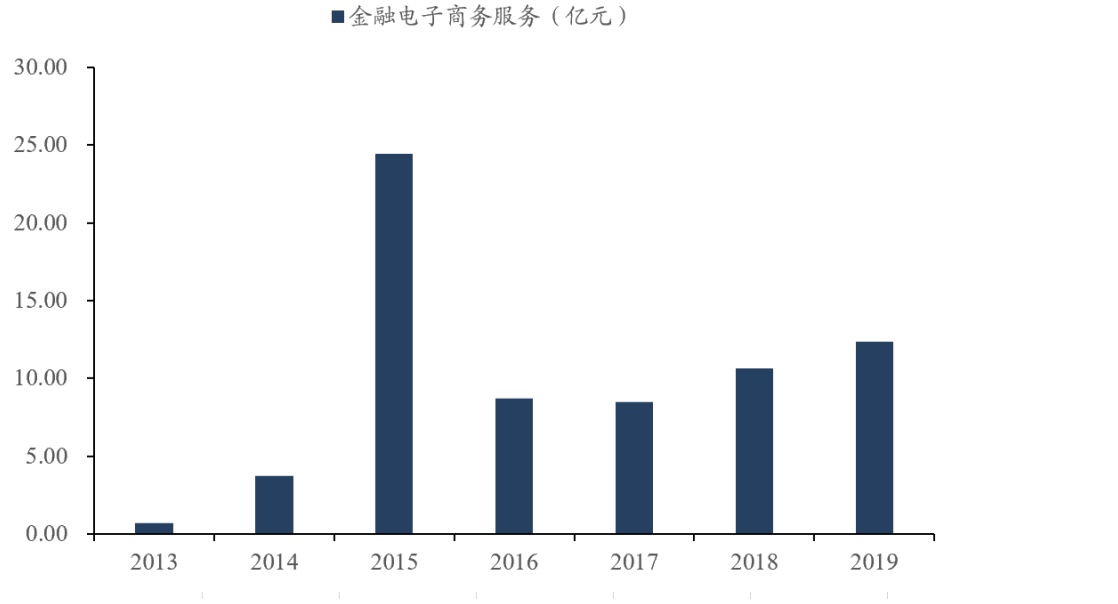
图表 5 东方财富传统业务收入变化



资料来源：公司公告，华创证券

2011 年 10 月 1 日，修订后的《基金销售管理办法》正式实施，其中对基金销售行业产生深远影响的是放宽了独立基金销售机构准入资格条件，允许符合专业资格的个人创办基金销售机构。东方财富把握政策机遇，成立“上海天天基金销售有限公司”，并于 2012 年拿下第一批第三方基金代销牌照，同年 7 月 20 日正式开展证券投资基金销售业务。**将业务触角从互联网财经信息服务拓展至基金销售，为后续的金融电子商务业务的大爆发埋下了伏笔。**2015 年，国内股票市场迎来牛市行情，快速上涨的指数和持续的赚钱效应推动投资者交易活跃度大幅提升，股票、基金成交额持续创下新高，东方财富迎来金融电子商务业务的大爆发，天天基金全年代销基金收入达到破纪录的 24.42 亿元，同比增长 556%，收入贡献占比达到 83.47%。

图表 6 东方财富金融电子商务服务收入变化（基金代销为主）

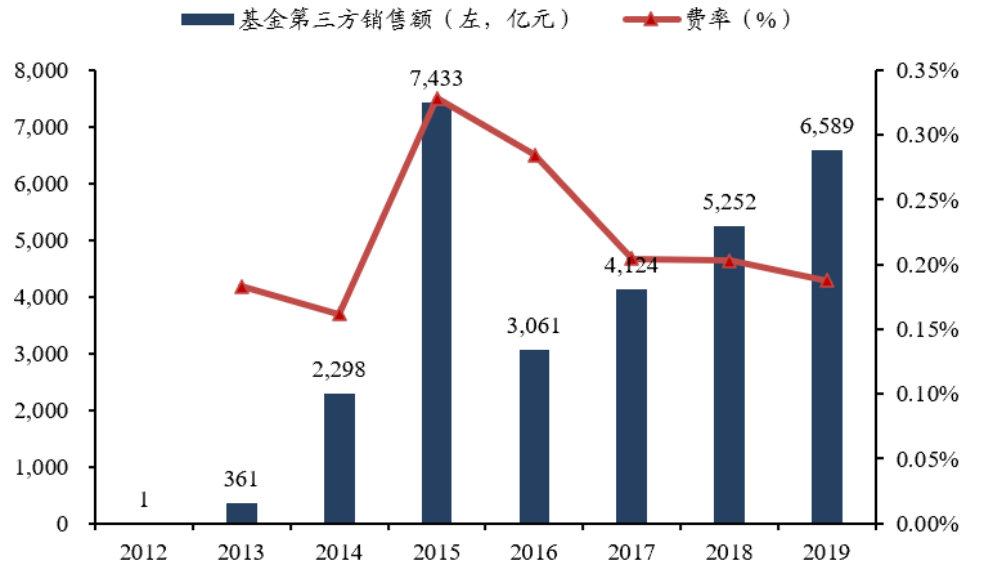


资料来源：公司公告，华创证券

截止 2019 年底，东方财富的金融电子商务服务业务（主要为天天基金代销）基本完成了对市场主要公募基金产品的

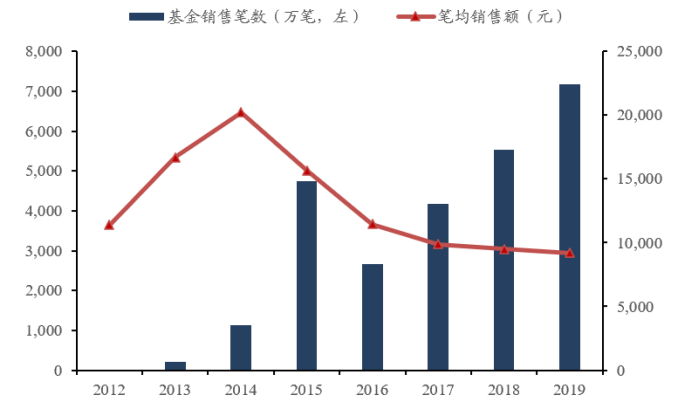
全覆盖，全年上线 140 家公募基金产品 7861 只，实现销售额 6589.10 亿元，其中活期宝（主要投资货币基金）贡献约 2831.26 亿元，其他基金销售额达到历史最高 3757.84 亿元，超过 2015 年牛市高点的 3216.53 亿元。总认申笔数达到 7178 万笔，每笔平均代销额约在 0.9 万元。基金代销业务数量及规模已稳定在行业第一梯队，长期贡献稳定。根据公司年报中披露的数据，“天天基金网”网站 2019 年度日均页面浏览量为 424.98 万，其中，交易日日均页面浏览量为 570.16 万，非交易日日均页面浏览量为 131.91 万；“天天基金网”2019 年度用户日均使用时长为 16 分钟；天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 123.62 万，其中，交易日日均活跃访问用户数为 153.05 万，非交易日日均活跃访问用户数为 64.26 万。根据公司年报数据测算，东方财富代销基金费率大概在 0.2%左右，较银行代销费率低，主要原因预计为天天基金网申购费率为一折起，优惠力度较大，收入分成比例和基数都较低，但这样有助于吸引大量对价格敏感的投资者，通过做大销售规模以提升整体收入。同时通过用户行为的沉淀，来提升长期的客户粘性。

图表 7　东财第三方基金销售额及测算代销费率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 8　东财第三方基金笔数及笔均销售额



资料来源：公司公告、华创证券

图表 9　2019 年末天天基金网上线基金已达 7861 个

资料来源：公司公告，华创证券

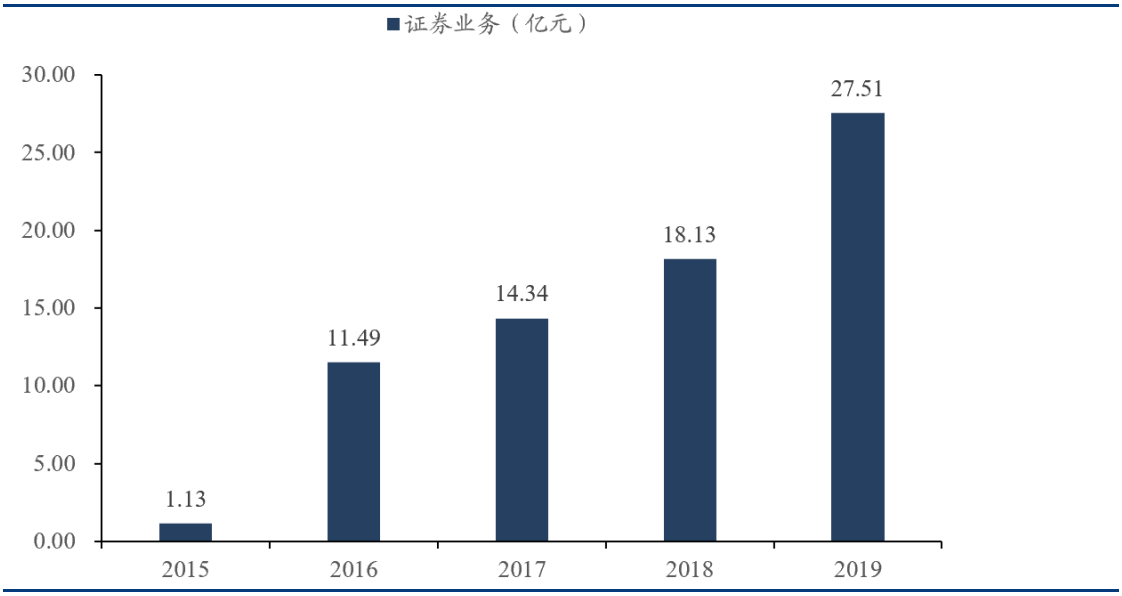
（三）获取券商牌照，打造新增长极

2015 年，A 股进入上市公司并购重组大年，东方财富把握政策机遇，发行股份购买西藏同信证券 100%股权，现金购买东财国际 100%股权，正式进军证券行业。**公司在资讯、基金产品、金融数据的基础上，进一步通过证券牌照带来的证券交易业务、资产管理业务、信用业务公司等打通平台服务能力；并逐步形成了财经门户沉淀客户，证券基**

金牌照实现客户价值转化的业务路径。

2015 年证券业务收入占营业总收入的比重为 3.87%，证券业务处于起步阶段。2016 年至 2018 年业务重定位，赋能之后的证券业务收入分别为 11.49 亿元、14.34 亿元、18.13 亿元，占比从 48.85%攀升至 58.05%，2019 年达到 27.51 亿元，占比达到历史最高 65%，证券业务成为主导公司业绩表现的核心板块。

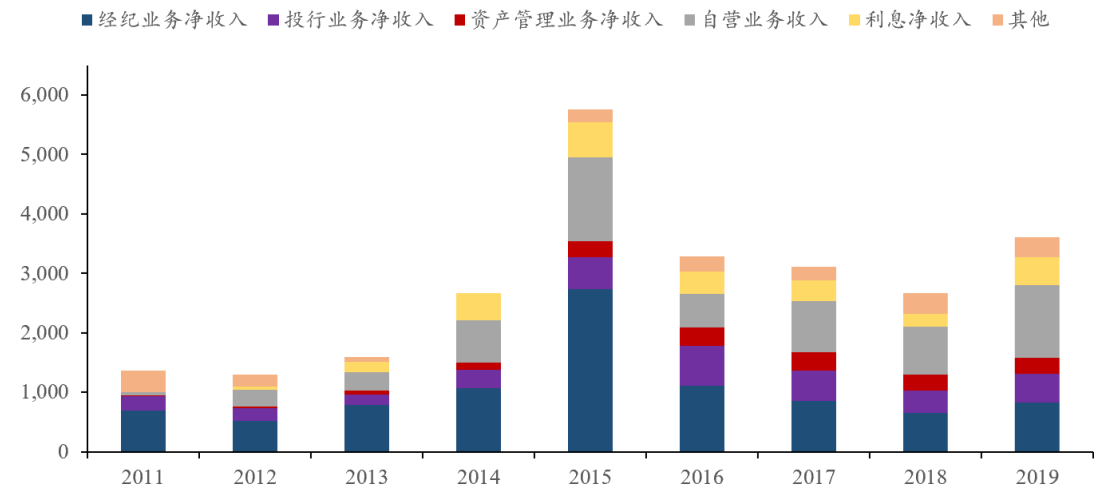
图表 10　东方财富证券业务收入变化



资料来源：公司公告，华创证券

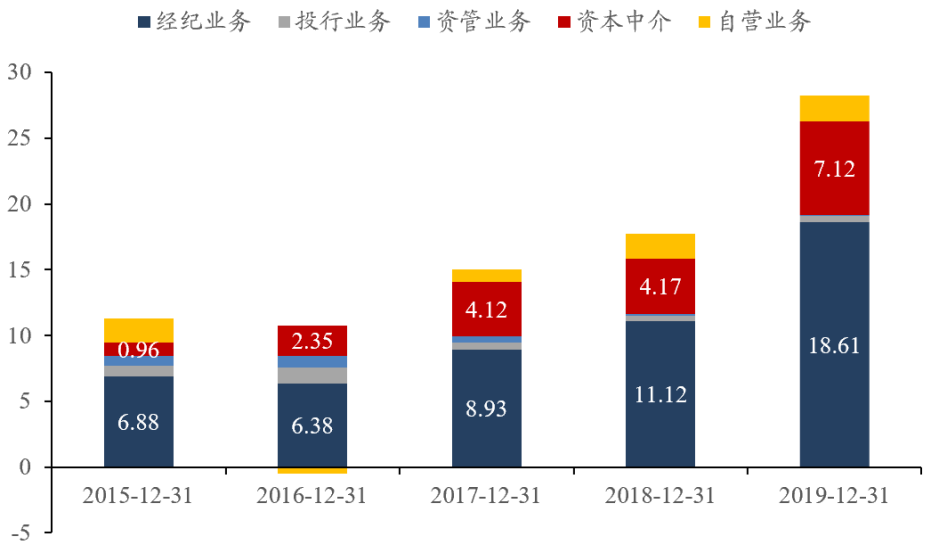
证券业务营收结构来看，经纪业务和资本中介业务占据主导地位。经纪业务收入从 2015 年的 6.88 亿元提升至 2019 年的 18.61 亿元（占证券收入 65.83%），年复合增长率达 28.24%；资本中介业务收入从 2015 年的 0.96 亿元提升至 2019 年的 7.12 亿元（占证券收入 25.19%），年复合增长率达 65.03%。而从证券业务的布局上，也能窥见公司长期战略的定力和决心。与同业中获取牌照后的多业务发力不同，东方财富结合自身禀赋，毕其功于一役，专注于经纪业务为核心的财富管理业务，而将自己能力圈之外的投行、资管、自营等业务放在次要位置。

图表 11　证券行业 2011-2019 年收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 12　东方财富证券 2015-2019 年营业收入结构（单位：亿元）

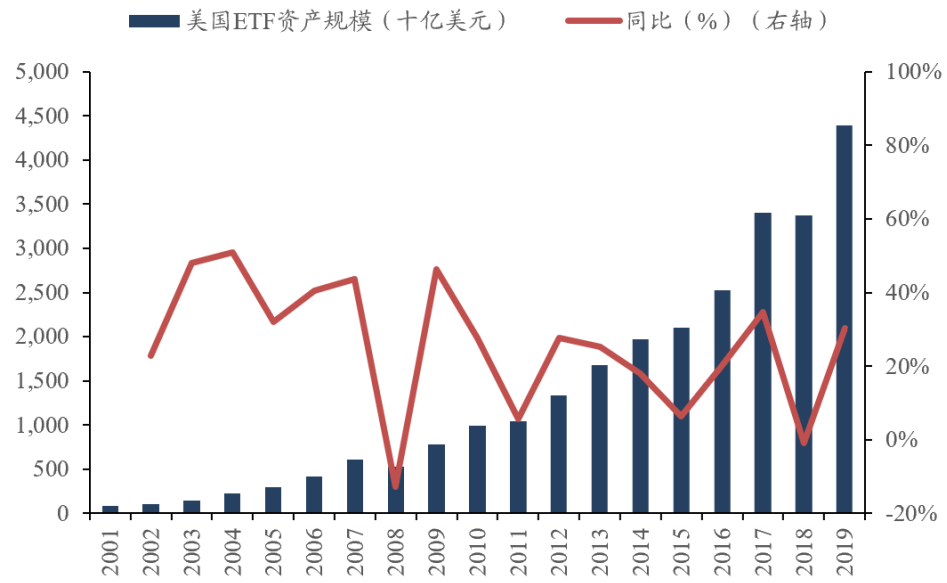


资料来源：公司公告，华创证券

（四）补齐公募、保险经纪，一站式平台成型

2018 年 10 月，东财基金获批成立，并已经推出多支产品，如上证 50 指数型发起式基金、西藏东财中证通信技术主题指数发起式基金、西藏东财创业板基金、西藏东财中证医药卫生指数发起式基金，坚定走低价基金策略。根据万得数据显示，东财基金 2020 年 6 月末公募基金规模为 17.35 亿元，较 2019 年末增幅达 413%，**参考参考美股发展历程，随着市场扩容，ETF 规模有望大幅提升，或能带动东财基金成为东方财富营收的第三大支柱。**2019 年 5 月，东方财富完成了对众心保险经纪 100%股权的收购及增资工作，增资后众心保险经纪（9 月更名为东财保险经纪）注册资本 5,000.00 万元，保险经纪业务牌照到手。**公司金融服务的业务版图逐渐完整，一站式金融服务平台雏形已经显现。**

图表 13　2001-2019 年美国 ETF 资产规模复合增长率达 23%



资料来源：wind，华创证券

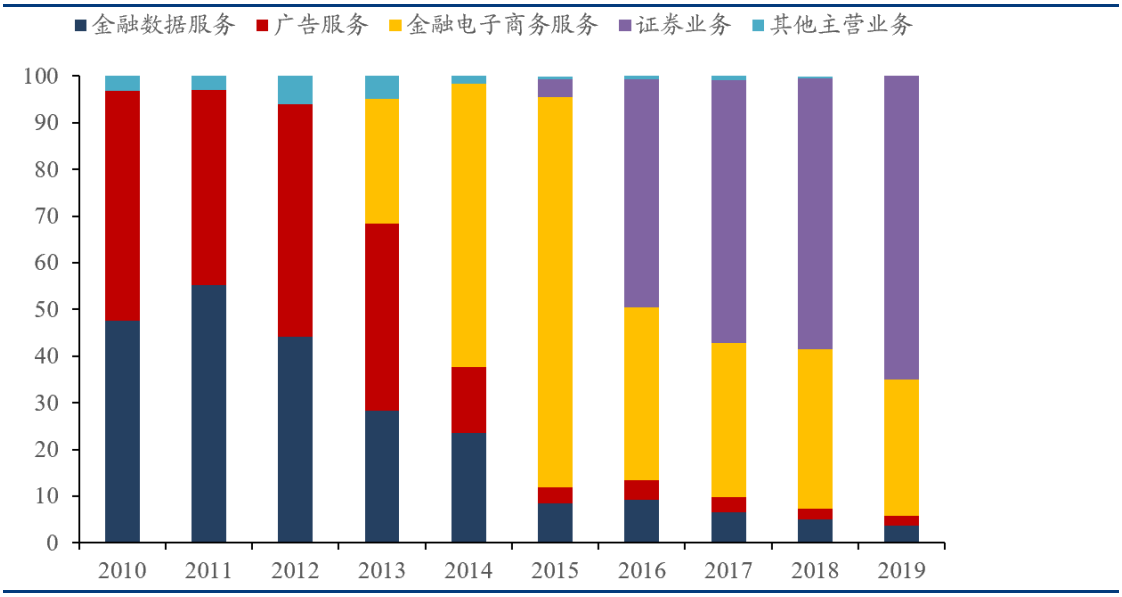
图表 14 东财基金 AUM 情况一览

	2019 年末	2020 年中
AUM（亿元）	3.38	17.35
市场指数型基金规模（亿元）	10657	12064
测算市占率	0.03%	0.14%
产品管理费率	0.15%-0.5%	
产品托管费率	0.05%	

资料来源：wind，天天基金网，华创证券

综上，从公司上市以来主营业务收入构成变化可看到公司不断谋篇思变，外延式发展的路径。2012 年及之前，公司主要收入来源依靠财经门户带来的广告收入，以及金融数据服务。随着公司 2012 年获取基金销售牌照之后，公司发力基金代销并借助牛市带来的景气度，金融电子商务服务在 2015 年创收 24.42 亿元，占比达到历史最高 83.47%。2015 年公司收购同信证券拓展互联网券商业务，虽然遭遇二级市场交投活跃度较峰值萎缩，但业务发展整体稳健，营收增长，成效显著。2019 年，在二级市场景气上修，公司证券业务发力。

图表 15 东方财富上市以来营收结构变化（%）



资料来源：公司公告，华创证券

二、结合自身禀赋，深度挖掘牌照价值-东方财富的核心竞争力分析

（一）从成立伊始，东方财富始终坚持对个人客户服务为核心

东方财富对个人业务的理解，源于成立以来长期为客户提供信息服务、提升用户体验的过程中对于用户需求的深挖。从东方财富网开始，在多年的财经门户经营中，公司对互联网用户行为的认知和理解优于一般的金融机构。包括“股吧”、“基金吧”的创建，有效整合了社交属性来提升用户粘性，而证券市场长期存在的信息不对称和投资者情绪管理出口，是“股吧”等论坛长期保持用户活跃度的基础。过渡到金融业务阶段，这样的长期客户积淀大幅降低了客户转化的成本。在日益高企的互联网流量价格下，东方财富资讯端的活跃客户大幅降低了金融业务的获客难度。

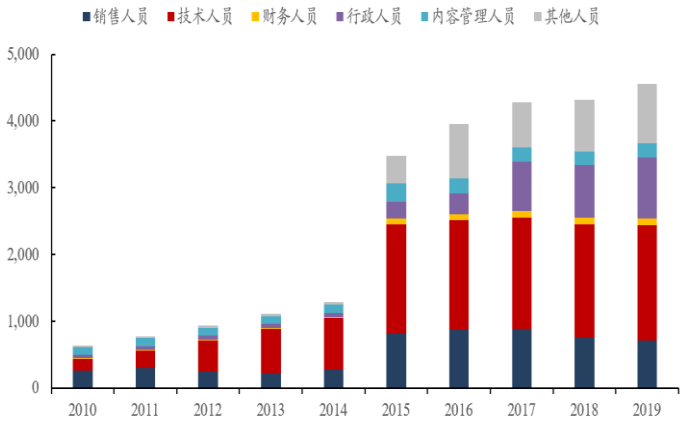
图表 16 股吧截图

资料来源：公司官网

（二）注重技术积累，持续研发投入

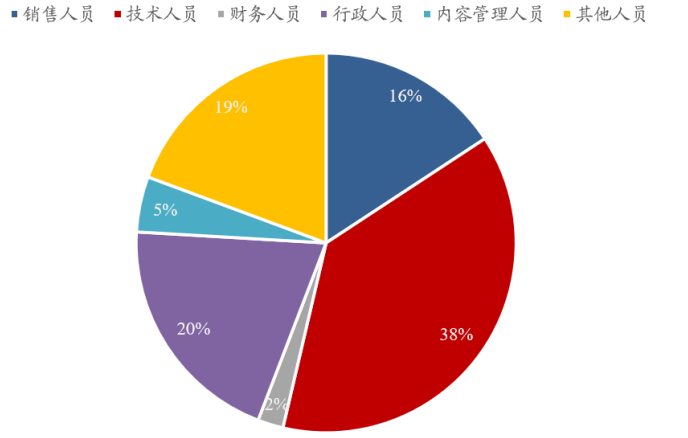
脱胎于互联网信息平台，东方财富长期重视对于技术人才的引进及培育。从员工分类占比的角度来看，甚至可以将东方财富定义为一家“技术”公司而非“金融”公司，技术人员占比长期在员工结构中维持第一的位置。2015 年收购东方财富证券之后，增量员工中技术人员占比仍然维持高位，这也与公司长期坚持通过互联网进行金融服务的战略相匹配。2019 年，公司销售人员、技术人员、财务人员、行政人员、内容管理人员、其他人员占比分别为 16%、38%、2%、20%、5%、19%。

图表 17 2010-19 年东方财富公司员工按专业构成分类



资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 2019 年公司员工结构

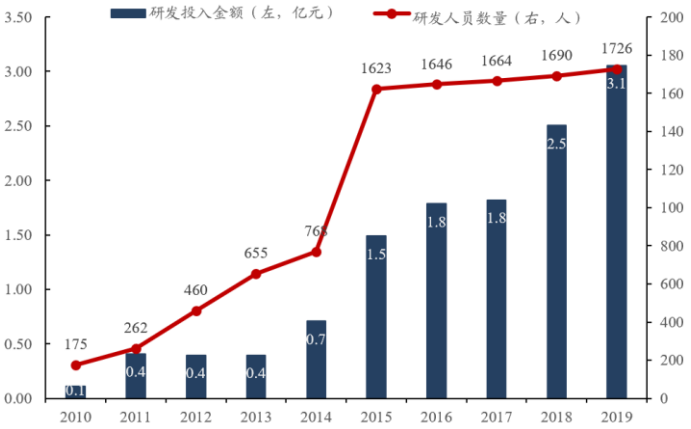


资料来源：公司公告，华创证券

注：2017 年度其他人员中包括客服人员 390 人

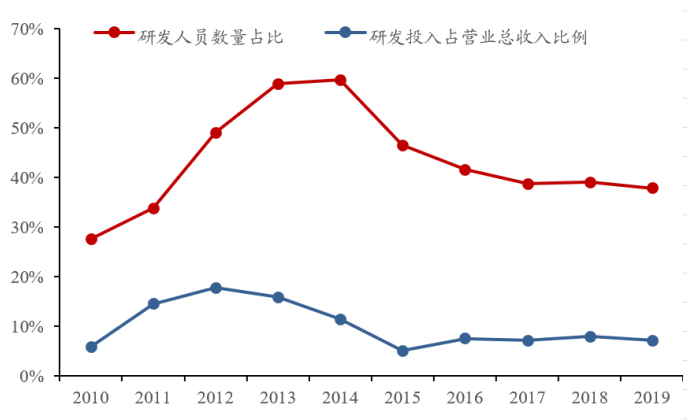
在研发投入方面，在持续的金融业务拓展中，公司并没有减少对于研发的支出。上市以来，研发人员占比持续维持高位，2015 年以后基本稳定在 40%左右。研发投入金额也保持稳定的增长态势，2018、2019 年分别达到 2.50 亿元、3.05 亿元，同比增长 37.51%、22.00%；在公司营收同比高速增长的背景下，研发投入占比维持稳定，远高于行业水平。

图表 19　2010-2019 东方财富研发人员和投入金额



资料来源：公司公告，华创证券

图表 20　2010-19 东方财富研发人员占比和研发投入占总营收占比



资料来源：公司公告，华创证券

（三）持续走平价策略，持续扩张市场份额

东方财富自 2015 年获得证券牌照后，与原有的基金代销、金融数据服务等业务形成良好的化学反应，证券业务净资产收益率在行业排名中快速爬升，其中 2018 年和 2019 年都位列第一（8.87%/13.76%）。天天基金网和股吧等互联网平台对经纪业务和资本中介业务引流效果显著，东方财富证券经纪业务收入从 2015 年的 72 位提升到 2019 年的 18 位，营业部均代理买卖收入从 2015 年的 56 位提升至 2019 年的第 6 位，融资类利息收入从 2015 年的 78 位提升至 2019 年的 27 位。

图表 21　2015-2019 东方财富证券行业排名情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
净资产收益率	28	19	4	1	1
代理买卖证券业务收入（含席位）	72	46	24	19	18
营业部平均代理买卖证券业务收入	56	13	12	9	6
融资类业务利息收入	78	74	45	33	27
融资融券业务利息收入	75	70	42	25	20

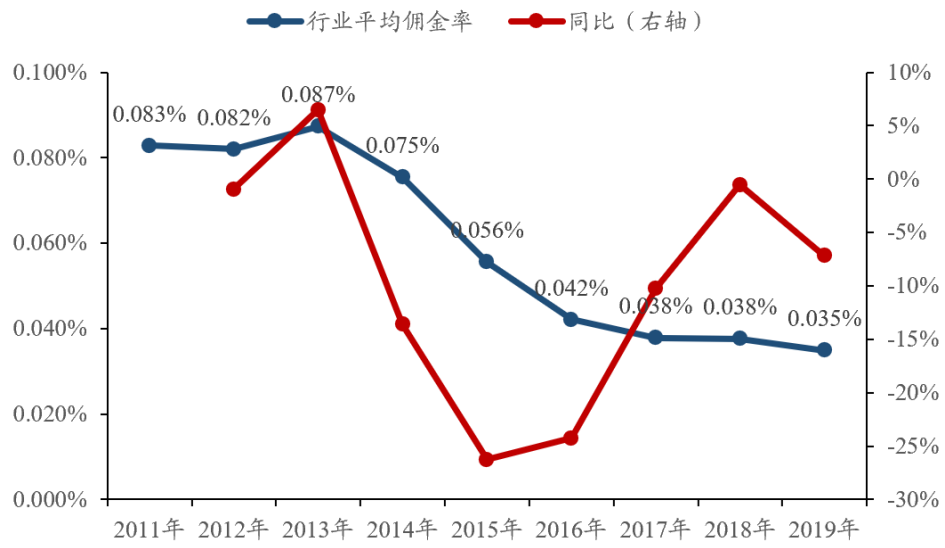
资料来源：证券业协会，华创证券

1、 量价双赢：东方财富股基成交额市占率连续提升，净佣金收入水平持续增长

2010-2020 十年间，证券行业经纪业务竞争逐步进入白热化阶段，由于在投资者股票、基金交易方面提供的业务同质化程度较高，通道属性明显，交易佣金手续费率不可避免地出现了价格战。而移动互联网基础设施的逐步完善和应用普及，优化了线上交易的便利程度，进一步拉动行业整体佣金率长期下行。**这对于证券公司的成本管控及新获客能力提出了考验，一批以线上获客为主的券商在这一过程中也斩获了大量的市场份额。**

根据证券业协会公布的数据，2016 年至 2019 年，行业经纪业务的净佣金率（万分之）分别为 4.21、3.78、3.76、3.49，行业佣金率整体下行趋势明显。从 Choice 数据此前公布的佣金率的分布家数来看，处于万五水平以上的券商从 2014 年的 91 家，持续锐减至 2015、2016、2017 年的 69 家、26 家、16 家，高佣金率占比的证券公司数量整体缩水。而介于万三至万四和万四至万五的券商相对集中，万三以下券商数量从 2014 年的 0 家增长至 2017 年的 19 家。

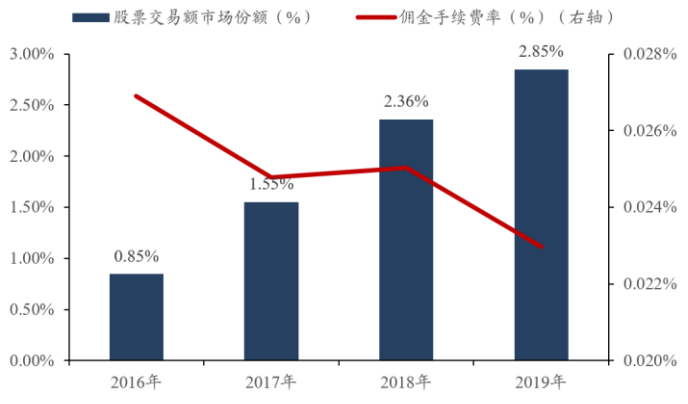
图表 22 证券行业经纪业务佣金率持续下行



资料来源：证券业协会，华创证券

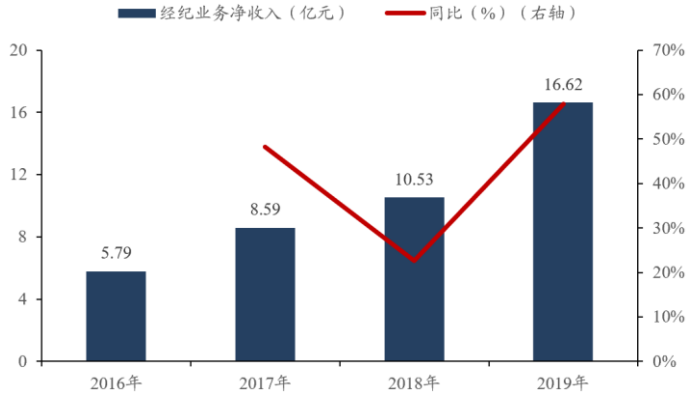
东方财富由于获取证券牌照的时间较晚，错过了 2015 年前后份额获取的最大红利期，但并不妨碍公司通过后程发力而持续提升市占率。大幅降低佣金率、改善客户交易成本，成为公司抢占市场份额的核心策略。“股票交易万分之 2.5 开户，基金申购费率 1 折”口号深入人心，而同期监管从一人一户到一人多户、一人三户的放宽，为公司份额获取创造了条件。根据公司年报测算，2019 年东方财富佣金率为 0.023%，较上年下降 2bp，而股票成交额达 7.24 万亿，市场份额上升至 2.85%。在低价获客核心战略之下，公司执行能力强，佣金率下降幅度较股票成交额市场份额提升幅度小，边际效应显著，有望推动公司持续提高市场份额。

图表 23 东方财富证券佣金率持续下行



资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 2019 年经纪业务净收入同比增幅 58%

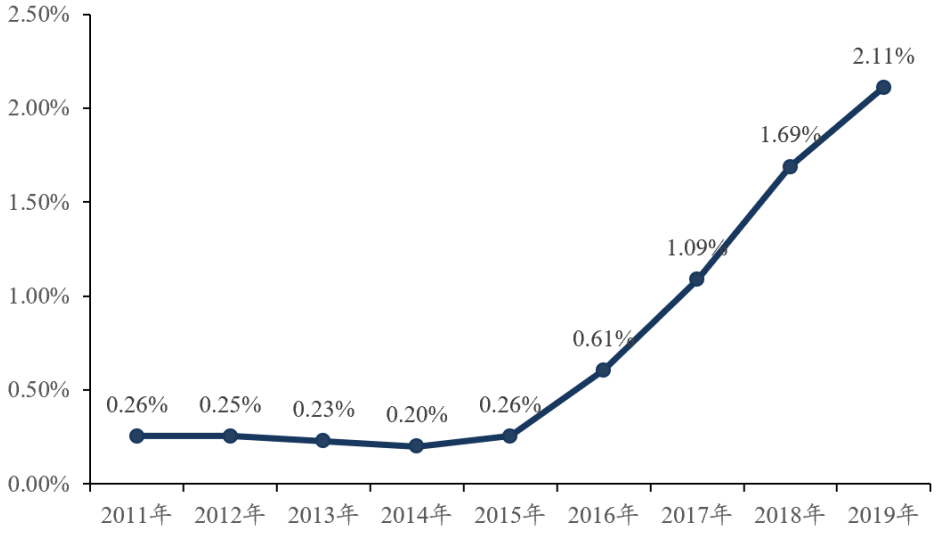


资料来源：公司公告，证券业协会，华创证券

注：佣金率根据公司股票成交额和经纪净收入测算

而份额的提升并没有牺牲收入上的增长，公司经纪业务的收入能力连续提升。收购以来，东方财富证券的经纪业务净佣金收入市场份额从 0.26%持续提升至 2.11%，增长近 7 倍。这侧面也说明了公司低佣获客的基础是良好的成本管控能力的体现，而非单纯的牺牲收入指标来换取规模。低佣金率水平体现了自有流量的互联网券商的优势，与传统券商通过营业部或者第三方引流开展证券经纪业务不同，公司借助自有互联网平台开展经纪业务，节省了大量的成本，而上文讨论的长期技术投入也是低成本的必要条件之一。

图表 25　2011 至 2019 年东方财富经纪业务净佣金市场份额变化

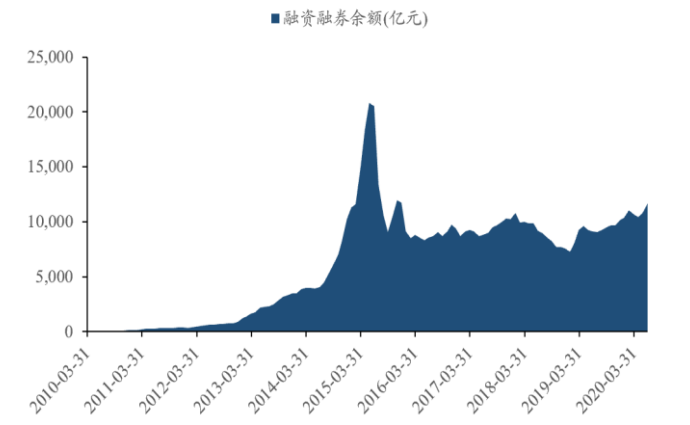


资料来源：公司公告，华创证券

2、 市场两融规模维持稳定，东财市占率持续扩张

在两融业务方面，东方财富继续复制自己的优势和打法。“融资利率 6.99%”的广告深入人心（低于行业平均水平），吸引了大量的对于资金价格高度敏感的投资者转向东财。根据测算，2019 年公司两融余额市占率大幅提升至 1.56%、2018 年为 1.08%、2017 年为 0.96%；同比分别为 44.17%、12.94%、111.81%。信用交易账户一人一户的监管要求增加了获客的难度，但也加深了客户粘性从而巩固业务护城河。

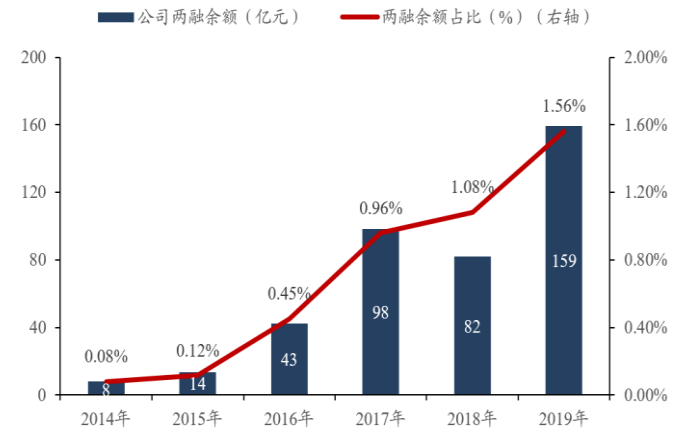
图表 26　近十年两融余额总体规模变化



资料来源：wind，华创证券

**注：上交所、深交所会员的融资融券数据分别自 2018 年 4 月、2018 年 6 月起不再对外发布）*

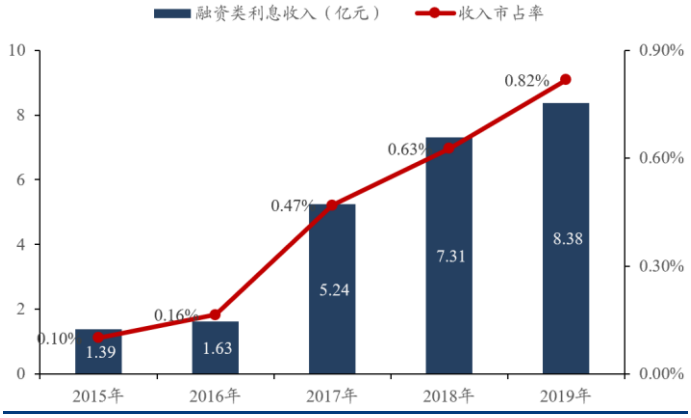
图表 27　东方财富两融交易余额市占率



资料来源：wind，华创证券

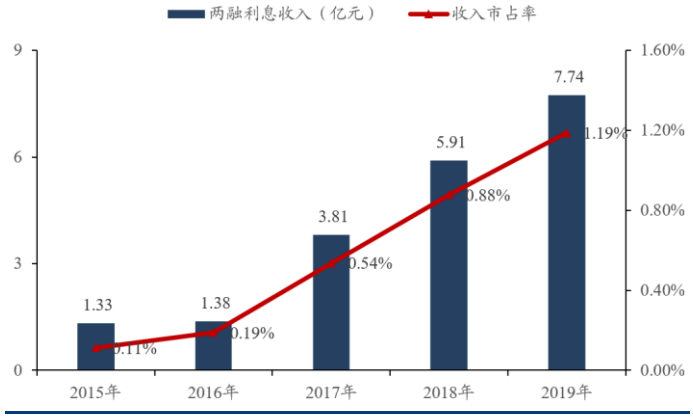
同样，在规模提升的同时，增收能力没有受到影响。东方财富 2017-2019 年融资类利息收入分别为 5.24、7.31、8.38 亿元，收入市占率从 2015 年的 0.10%提升至 2019 年的 0.82%，增长近 8 倍。2017-2019 年融资融券业务利息收入分别为 3.81、5.91、7.74 亿元，收入市占率从 2015 年的 0.11%大幅提升至 1.19%，从低价获客到规模变现的商业路径得到数据端的有力证明。

图表 28　东方财富证券融资类利息收入及市占率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 29　东方财富证券两融利息收入及市占率



资料来源：公司公告，华创证券

（四）精准把握机遇，坚决推进战略执行

资本实力是证券业务夯张的重要保证，公司通过定增、发行可转债等多样化融资方式，有效补充证券子公司的运营资金，紧抓市场动向，大力提升两融业务市占率。资本中介业务是东方财富三大营收支柱之一，其中以两融业务为主。因为东财证券客户中机构占比较低，风险偏好和融资需求规模较低，时限和规模灵活的两融业务更契合公司的客户需求。可转债固定的利息支出较低，有可能通过降费扩规模或者提高利差的方式提高两融收入，从而提振公司整体业绩，形成业务良性循环。

图表 30　东方财富直接融资情况一览

上市公告/上市日期	融资方式	募资总额（亿元）	投向
2010/3/8	首发 IPO	14.2	补充日常经营所需资金，对天天基金销售有限公司增资，建设数据服务平台等
2015/12/25	定向增发	44.05	购买西藏同信证券 100%股权
2016/5/14	定向增发（配套融资）	40	增加证券子公司资本金
2018/1/29	发行可转债	46.5	补充证券子公司运营资金，其中不超过 40 亿投入信用交易业务、扩大两融业务规模；不超过 4 亿元投入证券投资业务
2020/2/14	发行可转债	73	补充证券子公司的营运资金，其中不超过 65 亿投入信用交易业务、扩大两融业务规模；不超过 5 亿元投入证券投资业务

资料来源：wind，公司公告，华创证券

根据证券业协会数据显示，2019 年东财证券财务杠杆率仅为 1.73 倍，在行业中排名第 82 位，尚有很大的提升空间。随着市场风险偏好回暖、投资者融资需求上行、场外非法配资被严打等因素结合，资本中介业务将成为证券公司提升业绩的重要增长点。在可转债之外，公司还将能通过发行短融券和两融收益凭证等融资工具，紧抓市场发展机会，合理扩大资本中介业务规模，或能有效助力提高公司 ROE。

三、行业变革中带来的长期投资机会

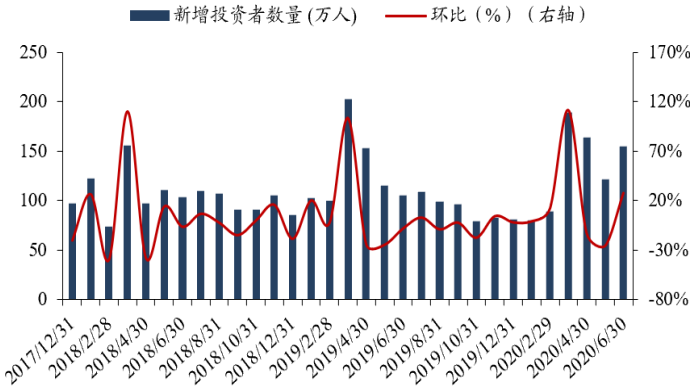
综合对东方财富商业模式的分析，我们认为影响公司长期业务增长及回报能力的关键在于：1、证券市场的活跃度，这取决于资本市场改革进程和中长期资金入市力度；2、公司能否长期获得新增客户，这取决于新增个人投资者的数

量和结构，以及居民理财投资的需求。3、公司能否打开市占率提升的瓶颈，这取决于公司对新型互联网获客渠道的下沉效果；4、财富管理业务对业绩的提升，这取决于东财产品矩阵对投顾的赋能程度。

（一）短期逻辑：疫情对于资本市场的影响有限

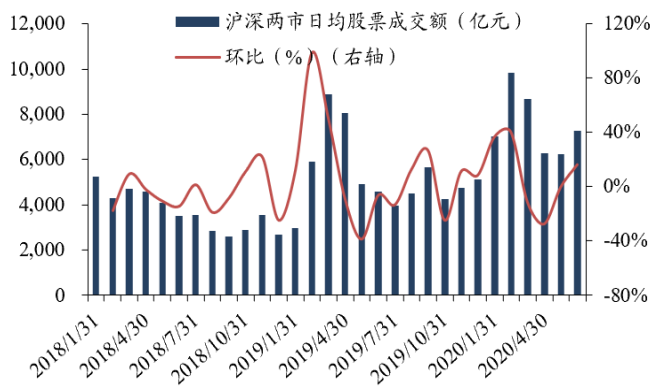
2020 年以来，“新冠”疫情在全球范围内持续蔓延，证券行业是受影响相对小的行业之一。随着国内疫情防控得当、复工复产进程有序、经济形势企稳，以及 A 股估值较低、中长期资金持续流入等因素叠加，驱动大量投资者开户入市，市场交易量大增，直接利好经纪业务和资本中介业务。根据公司披露东方财富证券 2020 年上半年报表来看，东财证券实现 18.72 亿元（同比+50.60%）、净利润 11.40 亿元（同比+71.95%），其中手续费及佣金收入 12.55 亿元（同比+42.29%）、利息净收入 4.92 亿元（同比+96.02%）。

图表 31　A 股新增投资者数量 6 月环比上涨 27.6%



资料来源：wind，华创证券

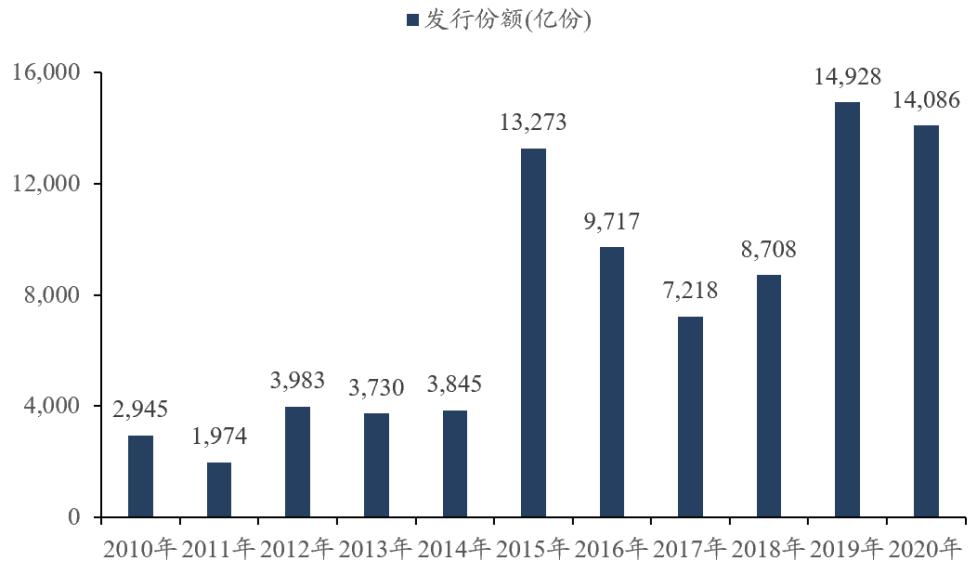
图表 32　沪深两市日均股票成交额 6 月环比上涨 16.2%



资料来源：wind，华创证券

根据《第二季度中国家庭财富指数报告》显示，当前中国居民申购基金产品意愿较直接投资股票更高，且线上理财投资意愿逐年增加。结合今年新发基金份额大增、“日光基”频现等现象来看，作为线上基金代销龙头的东方财富，20 年上半年基金代销业务收入或有显著增长，与证券业务一道提振公司整体业绩。公司 2020 年上半年业绩快报显示实现营业总收入 33.39 亿元（同比+67.09%）、归母净利润 18.09 亿元（同比+107.69%）。

图表 33　截至 2020 年 7 月 28 日，新发基金份额达 14086 亿份



资料来源：wind，华创证券

（二）中长期逻辑：资本市场深改和居民理财需求打开财富管理业务的空间

1、资本市场改革带来的持续红利

《证券法》的修订为资本市场健康发展奠定了坚实基础，科创板和创业板注册制已经落地，给直接融资市场注入长期活力；外资控股券商限制被正式放开，“鲶鱼效应”或能促进内资券商取长补短，提高定价销售能力和风险对冲能力，全面实现券商精品化差异化发展；基金投顾业务试点、公募 REITs、科创板战投基金等逐渐多样化居民财富管理途径。

图表 34　本轮资本市场改革重点政策一览

政策/事件	主要内容
设立科创板	（1）在上交所设立科创板并试行注册制，（2）以信息披露为中心，精简优化现行发行条件；（3）根据科创板特点，优化完善财务类、交易类、规范类等退市标准，取消暂停上市、恢复上市和重新上市环节；（4）允许尚未盈利的企业上市（预计市值不低于 15 亿元），允许特殊股权结构企业和红筹企业上市。
创业板注册制	创业板发行规则等方面与科创板基本保持一致，不同点：（1）在深交所发行上市；（2）对未盈利企业上市要求预计市值不低于 50 亿元。
外资持股券商比例限制取消	自 2020 年 4 月 1 日开始，取消外资参控证券公司比例限制，当前已有七家外资控股券商在国内展业，业务牌照方面享受国民待遇。
公募基金投顾试点	试点机构可以通过协议接受投资者委托，代客进行公募基金申购赎回等操作。当前已有 5 家公募基金、3 家第三方支付平台、3 家银行、和 7 家证券公司获得试点资格。
公募 REITs	20 年 4 月 30 日，证监会联合发改委发布《关于关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，试点项目范围聚焦基础设施领域，具体操作为公募基金购买基础设施 ABS，同时基金可在交易所上市交易。

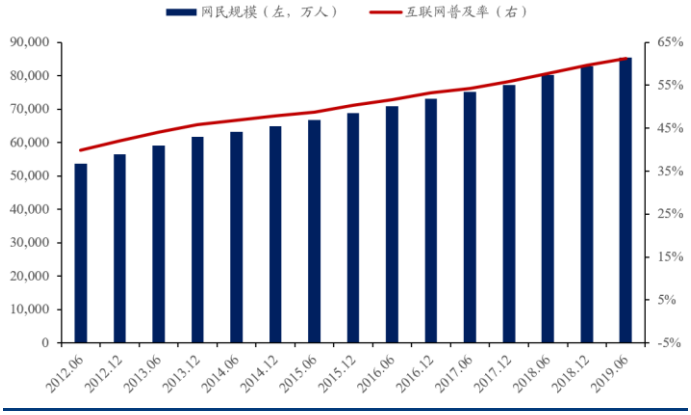
资料来源：wind，证监会，证券业协会，华创证券

2、从流量时代到产品矩阵时代

广大投资者对优质财富管理机构的渴望打开的行业的发展空间。长期利率中枢下移，商业银行理财收益率下移、互联网金融产品连续暴雷、国民常规投资手段的长期预期投资回报的回落，中国居民仍然有资产保值增值的需求。互联网基础设施的改善使财富管理业务开展更为高效便利和直观明了，而居民财富水平的日益提高则是为财富管理行业发展提供了肥沃的土壤，丰富的基金产品也能为投顾业务的开展提供多样化的投资工具。

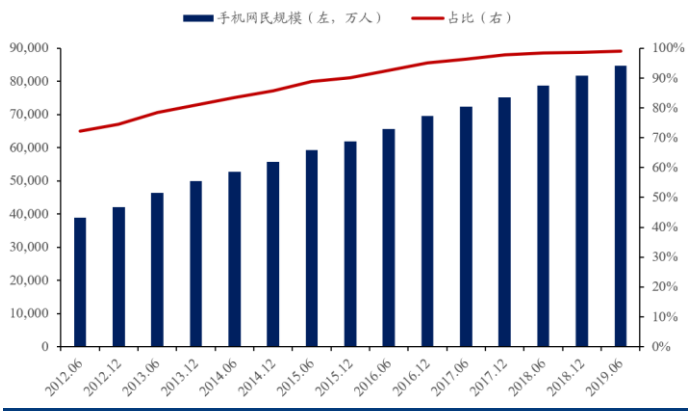
（1）我国信息技术基础建设日益完善，有效提升投资者移动平台理财体验。根据 CNNIC 数据显示，截至 2019 年 6 月，我国网民规模已经达到 8.54 亿，较年初增长 3.02%；互联网普及率为 61.2%，同比增长 3.5%；手机网民规模达 8.47 亿（从 2012 年起一直呈正向增长趋势）。

图表 35 中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC，wind，华创证券

图表 36 中国手机网民规模及及其占网民比例

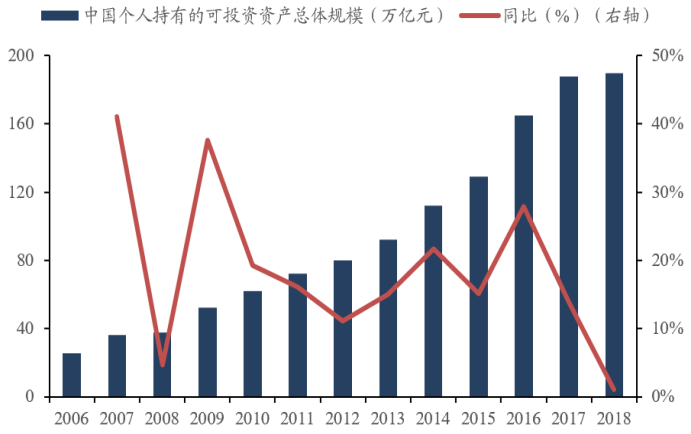


资料来源：CNNIC，wind，华创证券

与传统券商不同，东方财富与社交平台合作引流较多，大力下沉渠道以提高获客能力。公司与社交平台上知名财经大 V、博主、KOL 等加强合作，拓宽引流渠道，或能对活跃于微信公众号、微博、雪球、知乎、抖音等社交平台的 80/90 后新生代投资者形成较强吸引力。例如，在微信公众号平台上的“招财大牛猫”、“越女事务所”、“卫斯理观察”以及微博平台上的“分析师杨晓磊”、“侯宁”、“猫在飞 fly”等知名财经大 V 都曾在文章中为东方财富证券做开户推广。

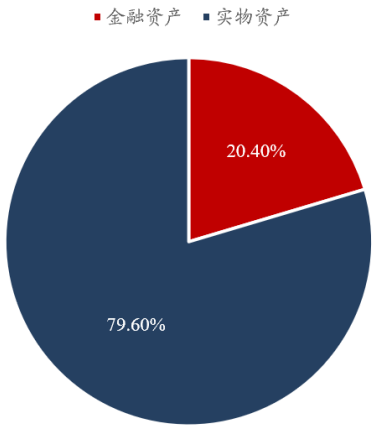
（2）2018 年末，我国个人可投资资产规模已经达到 190 万亿元，较 2006 年增长 642%；根据中国金融《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，我国城镇居民家庭资产配置以实物资产为主，金融资产占比仅为 20.40%。**在国内居民投资需求持续增长的大背景下，作为互联网金融服务行业翘楚的东方财富或将迎来巨大的发展机遇。**

图表 37 中国个人可投资资产规模



资料来源：wind，招商银行《2019 中国私人财富报告》，华创证券

图表 38 城镇居民家庭资产配置情况



资料来源：wind，中国人民银行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，华创证券

（3）理财产品的种类日渐丰富和投资策略持续多元化，是公司发展财富管理业务的重要基础。根据中国证券投资基金业协会的统计数据，截至 2020 年 6 月底，我国境内共有公募基金管理机构 143 家，以上机构管理的公募基金规模合计 16.90 万亿元。而天天基金网代销基金数量长期居于代理销售机构之首，叠加公司子公司东财基金当下大力发展的指数型基金，将成为公司投顾开展财富管理业务的强大武器库，以满足不同客户的各类需求。如客户需要现金管理工具，可以推荐天天基金网上的“活期宝”；如客户风险偏好较低，可以推荐各类债券型基金；如客户希望进行长期稳定投资，可以推荐东财基金旗下指数型基金在内的各类被动基金；如客户风险承受能力较强、希望获取较高的超额收益，可以推荐各类偏股主动管理型基金。长此以往，公司或能通过丰富的产品矩阵赋能投资顾问，打造

独特的财富管理业务体验，打开收入的新增长极。

图表 39 东方财富产品矩阵一览

产品分类	产品举例
活期宝	国投瑞银货币 A、银华惠添益货币、华泰紫金天天金交易型货币 B、博时现金宝货币 B 等
定期宝	华夏理财 30 天债券 A、易方达月月利理财债券 A 等
指数宝	招商中证白酒指数分级、易方达上证 50 指数 A、景顺长城沪深 300 指数增强等
代销基金	广发多元新兴股票、诺安成长混合、鹏华可转债债券、上投摩根中国生物医药（QDII）等
自有基金	东财量化精选 A、西藏东财创业板 A、西藏东财上证 50A 等

资料来源：天天基金网、wind，华创证券

（三）业绩预测逻辑：市场健康持续发展对公司成长空间影响几何？

2018 年以来，资本市场深化改革进程提速，创业板和科创板注册制、资管新规、创新工具不断出台等政策为 A 股的健康发展创造了巨大的成长空间。截至 2020 年 7 月 28 日，A 股今年日均交易额达 8429 亿元，较 2019 年数据提高 62.10%。随着资本市场优化进程的深入，我们预期市场交投比活跃程度或将持续提升，而东方财富作为市场上独有的低费率互联网券商，有望凭借东方财富网、天天基金网、股吧、社交媒体等吸引年轻、对价格敏感的用户以提高市场占有率。在 2020/2021/2022 年日均股票交易额提升至 8500/9000/10000 亿元、公司经纪业务市占率增加至 3.20%/3.6%/4.0%（互联网战略引流能力强，新增投资者市占率或将较存量客户高）、综合费率保持在万 2 的假设下，公司或将有望实现经纪业务净收入 30.49 亿/36.32 亿/44.65 亿元，同比增幅 83%/19%/23%。

图表 40 公司经纪业务收入主要假设

假设指标	2020E	2021E	2022E
市场日均成交额（亿元）	8500	9000	10000
公司市占率	3.20%	3.6%	4.0%
经纪业务综合费率	0.02%	0.02%	0.02%

资料来源：华创证券预测

今年以来，大量投资者和中长期资金陆续入市，推动市场风险偏好回暖，融资需求有所增加，在监管严打场外非法配资、严查信贷资金违规入市的情况下，期限规模灵活的两融业务成为众多投资者的优先选择。2020 年 7 月 28 日两融余额达 1.39 万亿元，较 2019 年末数据增加 36.27%。假设情景下，公司 2020-22 年两融市占率提高至 2.0%/2.2%/2.5%，市场两融余额规模达到 1.35 万亿/1.5 万亿/1.65 万亿元，公司或将有望实现利息净收入 13.52 亿/16.43 亿/20.45 亿元，同比增幅 66%/22%/24%。

图表 41 公司两融业务收入主要假设

假设指标	2020E	2021E	2022E
市场两融余额规模（万亿元）	1.35	1.5	1.65
公司市占率	2.0%	2.2%	2.5%
综合利差	4.8%	4.8%	4.8%

资料来源：华创证券预测

后地产时代，居民对金融资产配置意愿有望持续增加，或将带动市场基金规模上行，作为代销基金行业巨头的天天基金网有望直接受益。截至 2020 年 7 月 28 日，今年新发基金份额已经达到 1.41 万亿份，接近 2019 年全年数据。在假设情景下，居民理财需求和基金投资意愿继续呈上涨趋势，2020-2022 年天天基金网代销基金收入规模或能达到 22.50 亿/30 亿/37.51 亿元，同比增幅 82%/33%/25%。

图表 42 公司代销基金业务收入主要假设

假设指标	2020E	2021E	2022E
代销基金总额（万亿元）	1.2	1.6	2.0
综合费率	0.19%	0.19%	0.19%

资料来源：华创证券预测

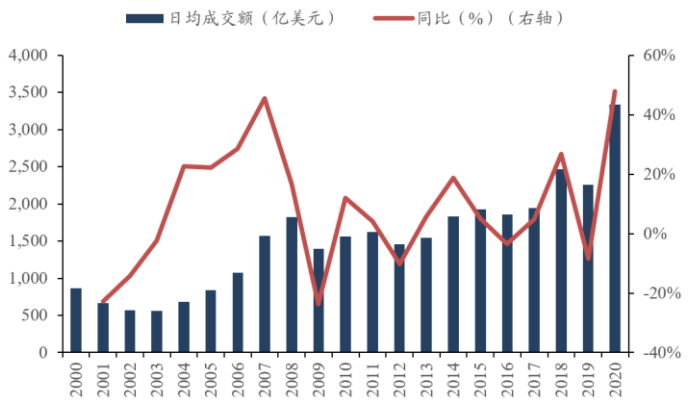
参考美股历史，在交投比活跃、机构占比提升的时候，被动型指数基金也会有极强的发展空间。以全球知名指数基金管理者先锋领航基金（Vanguard）为例，管理规模从 2005 年的 9919 亿美元提升至 2018 年 7 月末的 5.2 万亿美元，增长 424%。同期美股日均成交额增长约 194%。被动型指数基金优势在于费率低、与大盘走势趋近、注重中长期表现，适合普通个人投资者。东财基金战略目标明确，未来或有望持续扩大被动指数型基金管理规模，以 AUM 为驱动提升估值空间。在漫长健康牛市的假设情景下，东财基金旗下指数类产品极具发展潜力，2020-2022 年 AUM 或能提升至 100 亿/200 亿/400 亿元，为公司带来 0.2 亿/0.4 亿/0.8 亿管理费收入。

图表 43 公司公募基金业务收入主要假设

假设指标	2020E	2021E	2022E
AUM（亿元）	100	200	400
管理费率	0.2%	0.2%	0.2%

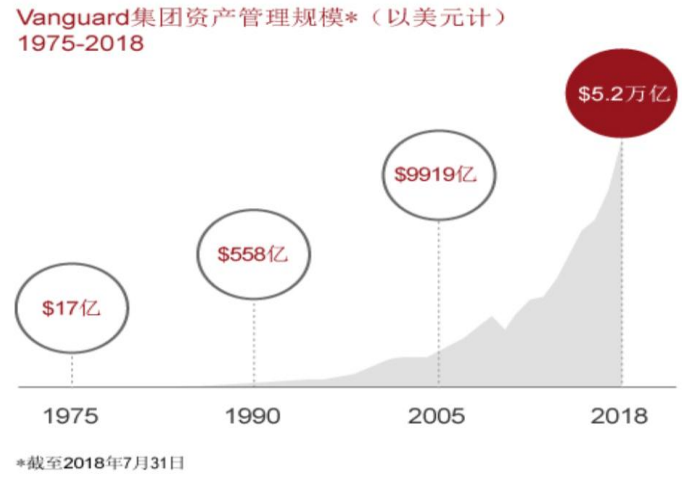
资料来源：华创证券预测

图表 44 2000 年至今美股日均成交额呈上升趋势



资料来源：wind，华创证券

图表 45 先锋领航资管规模持续提升



资料来源：公司官网

作为互联网券商，东方财富系统建设完备，人力和销售渠道等固定成本较低，业务发展的边际成本较低，因此营业总成本/营业总收入的比例有望下行，或能有效提升公司净利润率。假设情景下，2020 年至 2022 年营业总成本/营业总收入为比例 49%/47%/44%，较 2019 年的 56%持续下降。

图表 46 公司营业总成本主要假设

假设指标	2020E	2021E	2022E
营业总成本/营业总收入	49%	47%	44%

资料来源：华创证券预测

综合来看，在市场深化改革持续、交投比活跃、风险偏好回暖、居民理财需求增加的假设情景下，东方财富业绩有望持续增长，2020 年-22 年或能实现净利润 35.79 亿/45.84 亿/58.54 亿元，同比增幅 95%/28%/28%。

四、投资建议

财经咨询平台→进军基金代销业务→通过并购获得券商牌照→自建公募指数基金产品→引入保险产品，一路走来，东方财富的商业逻辑清晰、时间节点把握极佳、逐渐完善个人理财一站式平台。东方财富网和股吧等互联网平台提供财经信息和讨论平台，天天基金通过“基金超市”和优惠费率抢占长尾客户，东方财富证券为客户提供直接开户投资股票和融资融券等日常证券服务，东财基金的股指基金则为客户提供低费率的优质投资品种，叠加保险经纪平台，环环相扣，东方财富已经成功打造了以个人客户为服务核心的互联网综合理财平台。

通过专注于个人财富管理业务的差异化打法，东方财富已然成为国内稀缺的精品互联网券商。在经纪手续费持续下行、价格战日趋激烈、投资理财服务同质化严重的今天，公司的核心竞争力在于通过科技赋能，一方面有效降低经营成本，因此能以低费率让利客户，吸引对价格敏感的“长尾客户”；另一方面提高引流效率，以互联网社区和社交网络为载体吸引 90 后新入市投资者群体。平价但不廉价，简洁高效的服务体验让公司各项主要业务持续扩张，股票成交额占比从 2015 年的 0.28%大幅提高到 2019 年的 2.85%；两融余额占比从 2014 年的 0.08%提高到 2019 年的 1.56%；2019 年天天基金网代销基金规模为 6589 亿元，已经超越工商银行同期的 5892 亿元。

资本市场深化改革的时代背景下，居民理财需求日益增加，叠加互联网基础设施建设日趋完善，东方财富长期成长的巨大空间已被打开。创业板和科创板注册制落地、新三板精选层出台、再融资新规实施、金融对外开放政策持续等利好政策促进 A 股市场健康发展，长期来看，将有望提高市场交投活跃程度和融资融券需求；PC 及移动互联网用户规模持续提升，为营业部数量有限、但技术积累足够的互联网折扣券商发展奠定了坚实基础；长期利率中枢下移，商业银行理财收益率降低、互联网金融产品连续暴雷、国民常规投资手段的长期预期投资回报的回落，中国居民资产保值增值的需求将持续有望转移到以股票基金为主的标准化投资产品上。

基于上述分析，我们给予东方财富 2020/2021/2022 年 EPS 预期为 0.44/0.57/0.73 元，BPS 分别为 3.02/3.51/4.14 元，当前股价对应 PE 分别为 64.58/50.42/39.48 倍，ROE 分别为 14.71%/16.19%/17.52%。随着我国居民投资理财需求持续增加，逐渐完善一站式理财服务平台的东方财富有望强化各平台之间的协同效应，利用科技赋能，以平价但完善的服务持续扩大市占率，未来可期。基于以上分析，结合理财行业基本面情况和公司业务历史高成长所带来的高估值，以及未来多项业务上潜在的成长性，我们给予 2020 年业绩 70 倍 PE 估值（未来系列报告中，我们将对公司业务的成长性如何消化估值进行更深入的探讨），目标价 31.08 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

资本市场创新不及预期；央行收紧流动性；国内及全球疫情反复、加重；实体经济复苏不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：亿元	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	250	275	303	333
结算备付金	34	37	41	45
融出资金	159	271	331	413
交易性金融资产	50	100	120	144
衍生金融资产	0	0	0	0
应收账款	3	3	4	4
预付款项	1	1	1	1
其他应收款	43	43	43	43
买入返售金融资产	10	11	12	13
存出保证金	11	12	13	14
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	**562**	**755**	**868**	**1,013**
发放贷款及垫款	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5
其他非流动金融资产	1	1	1	1
固定资产	16	16	16	16
在建工程	0	0	0	0
无形资产	2	2	2	2
商誉	30	30	30	30
长期待摊费用	1	1	1	1
递延所得税资产	1	1	1	1
其他非流动资产	2	2	2	2
非流动资产合计	**57**	**57**	**58**	**58**
资产合计	**618**	**812**	**926**	**1,071**
短期借款	4	16	19	23
拆入资金	6	7	9	10
应付账款	1	1	1	2
预收款项	2	2	2	2
卖出回购金融资产款	32	46	74	119
应付职工薪酬	3	3	3	4
应交税费	1	1	1	1
其他应付款	5	6	6	7
代理买卖证券款	296	326	358	394
代理承销证券款	-	-	-	-
一年内到期的非流动负债	2	2	-2	-7
应付股利	-	-	-	-
应付短期融资券	42	84	88	92
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**394**	**494**	**561**	**647**
长期借款	-	-	-	-
应付债券	12	75	82	90
递延所得税负债	0	0	0	0
递延收益-非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	**12**	**75**	**82**	**91**
负债合计	**406**	**569**	**643**	**738**
归属母公司所有者权益	212	243	283	333
少数股东权益				
所有者权益合计	**212**	**243**	**283**	**333**
负债和股东权益	**618**	**812**	**926**	**1,071**

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**4,232**	**7,229**	**8,915**	**10,970**
营业收入	1,478	2,512	3,280	4,050
利息收入	814	1,352	1,643	2,045
手续费及佣金收入	1,940	3,365	3,991	4,875
营业总成本	**2,379**	**3,567**	**4,165**	**4,838**
营业成本	391	495	581	670
营业税金及附加	41	72	89	110
销售费用	364	614	731	878
管理费用	1,289	1,807	2,050	2,304
研发费用	305	506	624	768
财务费用	-12	72	89	110
其他经营收益	**289**	**563**	**658**	**770**
公允价值变动净收益	-7	50	60	72
投资净收益	271	498	591	701
营业利润	2,142	4,225	5,407	6,902
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	15	15	15	15
利润总额	**2,128**	**4,210**	**5,393**	**6,887**
所得税	296	632	809	1,033
净利润	**1,831**	**3,579**	**4,584**	**5,854**
少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	**1,831**	**3,579**	**4,584**	**5,854**
EPS（元）	**0.28**	**0.44**	**0.57**	**0.73**

资料来源：公司公告，华创证券预测

非银组团队介绍

组长、分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

分析师：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨一凡

澳大利亚昆士兰大学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。